

COVID-19 – ALGUNAS CUESTIONES DE INTERÉS EN RELACIÓN CON SU IMPACTO EN LAS FINANCIACIONES ESTRUCTURADAS

31 de marzo de 2020

El impacto del virus COVID-19 está siendo significativo en todo tipo de industrias y lugares del mundo y, por consiguiente, surgen también muchas cuestiones que analizar en el ámbito de las financiaciones estructuradas. En particular, y centrándonos en el mercado español, a continuación indicamos algunos de los temas que han suscitado más interés en nuestros clientes en los últimos días, incluyendo entidades financieras, *sponsors*, acreditados, inversores y sociedades en una situación *distressed* o que la anticipan.

¿Puede el COVID-19 suponer un cambio material adverso ("MAC")?

La duración del estado de alarma decretado en todo el territorio nacional por el Gobierno de España, a través del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, se va a extender, como mínimo, hasta el 11 de abril de 2020, por lo que existe una gran incertidumbre sobre la magnitud del impacto económico que puede provocar el COVID-19. Igualmente, es realmente complicado predecir a estas alturas si las medidas económicas aprobadas hasta el momento (y las que puedan aprobarse en un futuro) por el Gobierno de España y otros organismos nacionales o supranacionales amortiguarán (o hasta qué punto lo harán) el impacto adverso en los negocios más afectados por esta crisis.

En este contexto, el concepto de "*Cambio Material Adverso*" ("**MAC**"), presente en los contratos de financiación, cobra una especial relevancia.

Como es sabido, el acaecimiento de un MAC puede tener diferentes tratamientos en los contratos de financiación, siendo los más habituales los siguientes:

- puede configurarse como un supuesto de vencimiento anticipado que en los términos del contrato habilitaría a las entidades financieras al vencimiento anticipado de la financiación y, en su caso, a la ejecución de garantías;
- su ausencia puede constituir también, y es habitual que lo haga, una condición previa para la efectiva disposición de la financiación, ya sea de una línea de crédito o de cualquier otro tramo o facilidad crediticia puesta a disposición del acreditado en el contrato de

financiación, de forma que acaecido un MAC, y mientras subsista, las entidades financieras podrían rechazar cualquier solicitud de disposición de los acreditados; y

- es habitual también que se utilice para cualificar tanto las declaraciones y garantías como las obligaciones de hacer y no hacer de los obligados.

No obstante lo anterior, en la práctica es muy poco habitual la invocación de un MAC tanto para paralizar una disposición lo que, verificado un MAC, consideramos perfectamente factible, como cuanto más (lo que además requeriría un análisis jurídico más complejo que excede del alcance de este ejercicio) para vencer anticipadamente una financiación.

Los motivos por los que no es habitual la invocación de un MAC (no solo en España sino en casi todos los estados con unos estándares jurídicos y de mercado similares, incluyendo el Reino Unido) son dobles:

1. La constatación de la concurrencia o no de un MAC requiere de un análisis complejo y no exento, en muchas ocasiones, de incertidumbres:

- La necesidad de un examen detallado de la definición de MAC en cada operación.

Si atendemos a los estándares de dicha definición en financiaciones estructuradas en el mercado español, habría que analizar principalmente si las circunstancias conocidas pueden razonablemente afectar de forma negativa y significativa al negocio, operaciones, propiedades, solvencia o situación financiera del deudor, los obligados y/o su grupo, según corresponda. Este análisis concreto requiere valorar el impacto de la actual coyuntura en el sector de actividad en que opera el deudor y/o su grupo (dicho análisis cabe hacerlo extensivo a sus clientes y proveedores ya que el impacto en estos últimos puede evidentemente afectar también al deudor).

- Con cierta frecuencia, es necesario extender el análisis anterior al grupo del deudor para poder determinar la existencia de dicho MAC, añadiendo una dificultad adicional al mismo.
- El análisis y la conclusión, por tanto, sobre si nos encontramos ante un MAC o no dependerá también en gran medida de lo que se extiendan en el tiempo las circunstancias de que se trate (o de lo previsible que sea o no dicha extensión).
- Asimismo, otro elemento del análisis sería la valoración de mitigantes (e.g. medidas de apoyo de autoridades supranacionales o gobiernos y administraciones públicas tales como líneas públicas de liquidez o avales que puedan ser puestas a disposición del deudor y los obligados, etc.). Aunque las definiciones más habituales de MAC en las operaciones locales (a diferencia de otras de uso más frecuente en operaciones de Euromercado y en la práctica anglosajona) no incluyen referencia alguna a dichos mitigantes, una interpretación razonable de dicha definición requiere, a nuestro juicio, la toma en consideración de los mismos y el análisis de su impacto en el caso concreto (y también, por qué no, según el mitigante de que se trate, su impacto en la propia naturaleza y estructura de la financiación).
- En la mayoría de los casos, la decisión de si un MAC ha acaecido dependerá asimismo del juicio razonable de las entidades financieras (al menos en primera instancia -sin

perjuicio del posterior control judicial-), lo cual conlleva la necesidad de que el análisis realizado por las entidades financieras sea lo más prudente y objetivo posible.

2. La invocación de un MAC, y muy especialmente en según qué circunstancias, puede tener un coste reputacional que las entidades financieras deben también tener en consideración en su análisis incrementando la complejidad del mismo.

En el pasado reciente hemos visto como acontecimientos sin duda de naturaleza extraordinaria y disruptiva (e.g., los atentados del 11S, la crisis financiera de 2008, más recientemente el Brexit) no han dado lugar a una invocación mínimamente generalizada por las entidades financieras de MACs en sus diferentes modalidades. Veremos que nos depara el futuro al respecto, futuro en el que sin duda tendrá mucho qué decir la propia evolución de la crisis del COVID-19 de alcance todavía incierto. Quizás no sería un mal momento para visitar la redacción de las definiciones de MAC y tratar de dotarlas de una mayor objetividad ante acontecimientos que la experiencia nos ha enseñado no pueden descartarse por remotos que hoy se nos antojen.

Incumplimiento de *covenants* financieros

Como resultado de la caída de las ventas y/o del incremento de costes en la crisis del COVID-19, los deudores y sponsors están analizando de manera detallada las definiciones de los *covenants* financieros y los mecanismos de *equity cure* de los contratos de financiación.

En particular, se están planteando diversas preguntas:

- ¿Se consideran los gastos incurridos como consecuencia de la pandemia dentro de las partidas excepcionales o extraordinarias que se añaden al resultado neto del ejercicio a los efectos de calcular el EBITDA?
- ¿Están permitidas las subsanaciones de ratios financieros mediante aportaciones de socios (*equity cures*)? ¿Cuántas aportaciones se pueden realizar y cómo afectan al cálculo de los ratios financieros (incremento del EBITDA *vs.* reducción de la deuda financiera neta)? ¿Se permite al deudor utilizar el efectivo aportado por sus socios o debe el mismo destinarse a la amortización anticipada obligatoria de la financiación?
- ¿Se pueden computar las sinergias e iniciativas de ahorro de coste en el cálculo de los ratios financieros, así como su efecto pro-forma? ¿Está limitado su importe?

La interpretación que se realice de la definición de EBITDA en estos momentos puede llegar a ser fundamental en la comprobación del cumplimiento del ratio de apalancamiento. Dicho ratio de apalancamiento es, a su vez, clave en muchísimos contratos a la hora de determinar los ajustes de margen aplicable (*margin ratchet*), el barrido de caja y la posibilidad de realizar distribuciones permitidas a los socios. Asimismo, el concepto de flujo de caja operativo está siendo cuidadosamente revisado a los efectos de verificar el cumplimiento del ratio de cobertura del servicio de la deuda (RCSD).

Por otra parte, están surgiendo dudas sobre algunas de las modificaciones introducidas por el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19 (el "**RDL 8/2020**"), ya que los nuevos plazos disponibles para formular y aprobar las cuentas anuales pueden entrar en conflicto con los plazos acordados en los contratos de financiación para la entrega de información financiera anual y el

correspondiente certificado de cumplimiento de ratios del auditor. En particular, cabe resaltar las siguientes medidas introducidas por el RDL 8/2020 en esta materia:

- La suspensión del plazo legal de 3 meses a contar desde el cierre del ejercicio social para la formulación por el órgano de administración de las cuentas anuales. El plazo se reanudará por 3 meses adicionales desde la fecha de finalización del estado de alarma.
- En el caso de sociedades obligadas a auditar sus cuentas anuales que ya hubieran formulado las mismas a la fecha de declaración del estado de alarma, se prorroga el plazo para auditarlas hasta 2 meses después de la finalización del estado de alarma.
- El plazo para la celebración de la junta general ordinaria para la aprobación de las cuentas anuales será de 3 meses desde que finalice el plazo para la formulación de las cuentas anuales.

A pesar de la extensión de los plazos legales, en el caso de que un deudor no pueda cumplir con los plazos contractualmente acordados para la entrega de información financiera anual (normalmente 180 días naturales a contar desde el cierre del ejercicio social), sería recomendable que se pusiera en contacto con las entidades financieras correspondientes para encontrar una alternativa razonable conjuntamente.

Disponibilidad de los tramos no dispuestos o líneas revolving

Dadas las necesidades operativas urgentes de los negocios de los deudores, nos estamos encontrando varios casos en los que los deudores disponen de todo el importe pendiente de disposición de sus líneas de circulante para poder hacer frente a sus necesidades de tesorería (incluyendo pagos a empleados, arrendadores, aseguradores y/o proveedores, etc.).

En particular, percibimos cierta preocupación en el mercado sobre la capacidad o no de los deudores para cumplir con las obligaciones de *clean down* bajo sus líneas RCF. Además de las solicitudes de *waiver* que puedan realizarse por los deudores, tampoco puede descartarse que los sponsors consideren la posibilidad de aportar *equity* para facilitar el cumplimiento de las obligaciones de pago y de *clean down*.

Supuestos de vencimiento anticipado

Además del MAC y de los incumplimientos de pago y/o de ratios financieros que puedan producirse, se debe analizar también en detalle si el deudor se encuentra en otras situaciones que constituyan supuestos de vencimiento anticipado que puedan hacer aconsejable la adopción de medidas ya sea por las entidades financieras o por los sponsors y deudores (e.g., cartas de reserva de derechos, solicitudes formales de *waiver*, cumplimiento de obligaciones accesorias de información, análisis de posibles medidas de subsanación y/o mitigación, paralización de disposiciones, novaciones de los documentos de la financiación, etc.):

- en particular, habría que analizar lo supuestos de vencimiento anticipado ligados a la insolvencia y a los procedimientos de insolvencia para verificar si incluyen como supuesto la negociación por parte de sociedades del grupo del deudor con sus acreedores con el fin de acordar una modificación o suspensión del calendario de pagos;

- dado que el COVID-19 puede suponer una ralentización o paralización del negocio del deudor, se pueden producir incumplimientos de obligaciones con clientes, proveedores y otros acreedores y, por lo tanto, los supuestos de vencimiento vinculados al incumplimiento de otras obligaciones financieras y/o comerciales (*cross-default*) y litigios deben ser analizados con el fin de constatar si alguno de los límites máximos acordados ha sido o puede llegar a ser superado; y
- se debe prestar atención también a los supuestos de vencimiento anticipado ligados al cese o interrupción del negocio.

Restricciones a la cesión

Es habitual que los contratos de financiación impongan determinadas restricciones a la cesión que solo pueden salvarse con el consentimiento del deudor. El consentimiento del deudor puede dejar de ser necesario en el caso de que se haya producido un supuesto de vencimiento anticipado (si bien muchas veces está limitado al incumplimiento de pago y/o de ratios financieros), en cuyo caso las entidades financieras podrían ceder a terceros (normalmente *hedge funds*, fondos *distressed*, competidores, entidades financieras no cualificadas, etc.) sin restricción alguna. En definitiva, se deben analizar cuidadosamente las cláusulas de cesión y el impacto en las mismas de la crisis generada por el COVID-19.

Tampoco puede descartarse, y habría que analizar también, en su caso, sus implicaciones y régimen contractual, si se hubiera pactado, aplicable, que los sponsors (o sociedades de su grupo) y/o deudores puedan optar en el futuro por recomprar deuda si las entidades financieras decidieran en algún momento vender bajo par.

Apunte concursal

En aras a proteger a los deudores que hayan visto su actividad económica mermada durante el estado de alarma, el RDL 8/2020 introduce una suspensión temporal de los plazos para la realización de la solicitud de concurso:

- Durante la vigencia del estado de alarma no habrá obligación de solicitar la declaración de concurso para deudores que se encuentren en estado de insolvencia. Asimismo, los jueces no admitirán a trámite solicitudes de concurso necesario que se hubieran presentado hasta que hayan transcurrido dos meses desde la finalización del estado de alarma. Se dará preferencia a la admisión a trámite de solicitudes de concurso voluntario, incluso en el caso de que esta solicitud sea posterior a la realizada para un concurso necesario.
- Igualmente, mientras esté vigente el estado de alarma, el deudor que hubiera realizado la comunicación prevista en el artículo 5 bis de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, no tendrá el deber de solicitar la declaración de concurso.

Apoyo constante al negocio de nuestros clientes

El equipo de Banking & Finance de Hogan Lovells está analizando constantemente los desafíos de mercado generados por el COVID-19 y la mejor manera de darles una respuesta eficaz.

Estamos a vuestra disposición para comentar cualquier duda o inquietud que pueda surgir en relación con vuestras operaciones de financiación.

Autores



José Luis Vázquez
Socio
T + 00 34 91 349 82 63
joseluis.vazquez@hoganlovells.com



Alejandro González
Counsel
T +00 34 91 349 82 46
alejandro.gonzalez@hoganlovells.com



Carlos Meijide
Asociado Senior
T +00 34 91 349 81 57
carlos.meijide@hoganlovells.com

www.hoganlovells.com

"Hogan Lovells" or the "firm" is an international legal practice that includes Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP and their affiliated businesses. The word "partner" is used to describe a partner or member of Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP or any of their affiliated entities or any employee or consultant with equivalent standing. Certain individuals, who are designated as partners, but who are not members of Hogan Lovells International LLP, do not hold qualifications equivalent to members. For more information about Hogan Lovells, the partners and their qualifications, see www.hoganlovells.com.

Where case studies are included, results achieved do not guarantee similar outcomes for other clients. Attorney advertising. Images of people may feature current or former lawyers and employees at Hogan Lovells or models not connected with the firm.

© Hogan Lovells 2020. All rights reserved.